

COYUNTURA · Los conflictos geopolíticos no pueden con la laxitud monetaria

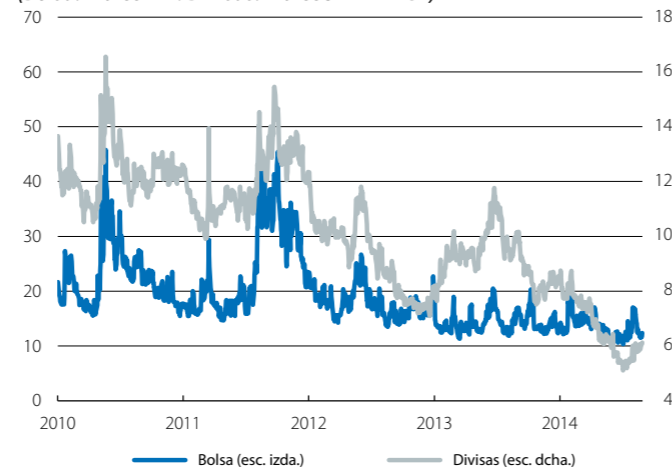
Rebotes localizados y contenidos de volatilidad durante el periodo vacacional. Tras meses de relativa calma en los mercados financieros, en el tramo final de julio y los primeros compases de agosto tuvieron lugar algunos episodios de inestabilidad con diverso origen y distinta naturaleza. Los factores desencadenantes de estos eventos fueron de tipo geopolítico (la crisis entre Rusia y Ucrania y el conflicto en Oriente Medio) o específicos de algún país (Portugal) o sector (bancario). Pero es importante precisar que el alcance de las turbulencias ha sido limitado. Tal vez los frentes más destacados hayan sido las represalias comerciales entre Moscú y los países de la UE, junto con los problemas del BES portugués. Ambos se dejaron notar en los mercados bursátiles del Viejo Continente, ya de por sí lastrados por los débiles datos de coyuntura económica. Con todo, el tono de fondo en los mercados internacionales continúa siendo positivo: índices bursátiles en zona de máximos y tipos de interés libres de riesgo en mínimos. Los mensajes de la Fed y, especialmente, del BCE a favor de extender la laxitud monetaria siguen actuando como sostén poderoso de la dinámica alcista. Pero mientras la actuación del BCE se perfila efectivamente expansiva, no está tan claro que ese sea el caso de la Fed. La normalización monetaria en EE. UU. sigue siendo el principal desafío a medio plazo.

La Reserva Federal mantiene el rumbo, pero el debate interno se anima. En la reunión del Comité de Mercado Abierto de julio, la Fed ratificó las líneas maestras de su política monetaria y transmitió un mensaje en el que se apreció un leve sesgo hacia una posición gradualmente menos laxa. En el comunicado posterior a la reunión, se aplaudieron los avances experimentados por la economía norteamericana durante el 2T. También se señalaron los progresos del mercado laboral, aunque se puntualizó que todavía se observan elevados recursos ociosos en el mismo. Este último elemento se erige como el puntal en el que se asienta la estrategia de la Fed para justificar unas condiciones muy laxas tras la finalización del *tapering* (prevista para octubre). En cuanto a la inflación, y a la vista de la mejora de la coyuntura económica, la autoridad estima que la probabilidad de que los precios se mantengan por debajo del objetivo del 2% a medio plazo se ha reducido. No obstante, la publicación de las actas en agosto dejó entrever las crecientes divergencias en el seno de la Fed respecto a la fecha para acometer la primera subida de tipos. Por el momento, la visión del ala *dovish* (con Yellen a la cabeza) se impone a la de aquellos que abogan por adelantar la subida de tipos. Sin embargo, tal y como ha reconocido la propia institución, todo dependerá de lo que deparen los datos de actividad e inflación de los próximos meses.

Mario Draghi, protagonista del encuentro anual de bancos centrales en Jackson Hole. A diferencia de años anteriores, no se anunciaron novedades de calado sobre la evolución de la política monetaria en EE. UU. La intervención de Yellen giró en torno del análisis empírico del mercado laboral estadounidense.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

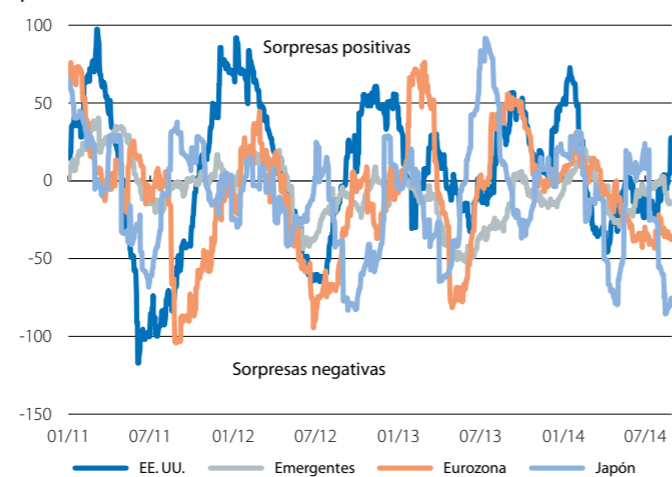
(Bolsa: índice VIX. Divisas: índice JPMVXYGL)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: índice de sorpresas económicas

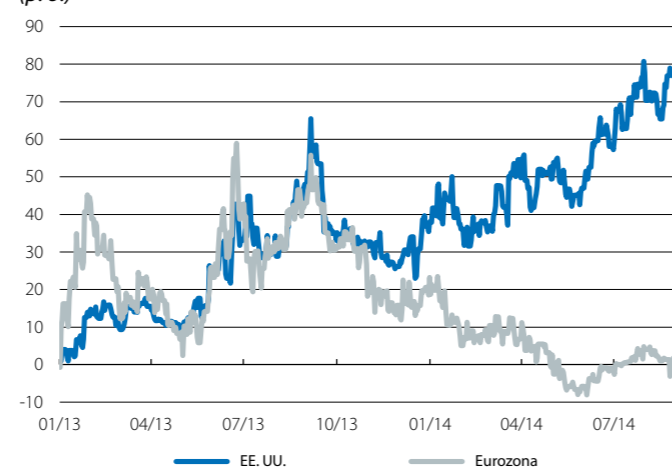
(Sorpesa positiva: dato publicado mejor que el esperado por el consenso)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Citigroup y Bloomberg.

Mercado interbancario: diferencial tipos forward y spot a 1 año

(p. b.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

se. Por el contrario, Draghi sorprendió con el tono de sus declaraciones. Por un lado, el presidente del BCE fue muy explícito al reiterar el compromiso de recurrir a medidas expansivas adicionales para combatir el riesgo deflacionista en caso de ser necesario (incluyendo un eventual programa de compra de activos). La alusión directa al descenso de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo contribuyó a reforzar su mensaje. Por otro lado, Draghi se desmarcó del mantra habitual del BCE en materia de política fiscal, declarando que el potencial de esta herramienta para impulsar el crecimiento debía ser reconsiderado y debidamente utilizado.

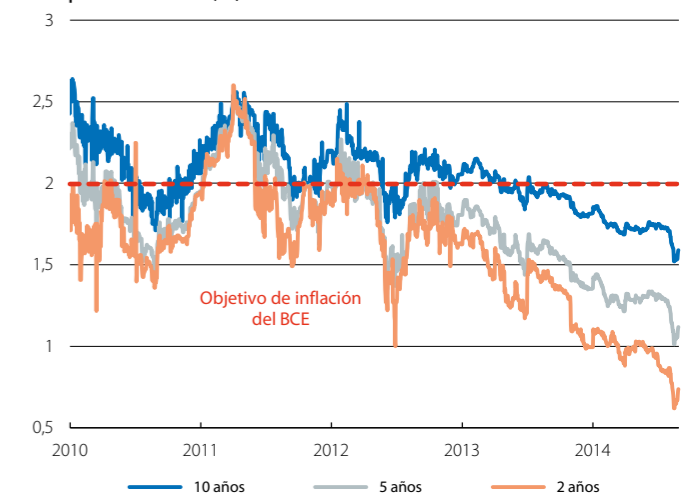
Los ojos vuelven a girar hacia el BCE. Cuando todavía está pendiente la implementación completa del paquete de medidas expansivas de junio, las declaraciones de Draghi y la evolución de la coyuntura sitúan de nuevo al BCE en el centro de la escena. Lo más probable es que la entidad opte por reforzar el tono de sus mensajes en clave acomodaticia antes de acometer nuevas actuaciones. En esta tarea, el BCE espera que las dos subastas de liquidez condicionadas a la concesión de crédito (TLTRO) de septiembre y diciembre tengan una buena acogida entre los bancos de la eurozona. Entre tanto, se han intensificado los trabajos preparatorios relacionados con el diseño de un programa de compras de bonos de titulización (ABS) de estructuras simples. Los dos grandes focos de riesgo (inflación y tensiones geopolíticas) condicionarán en gran medida los pasos futuros del BCE. Además, un tercer factor en liza está relacionado con la normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. A medida que la Fed señale de forma más concreta y explícita la primera subida del tipo oficial, existe el riesgo de que las curvas de deuda soberanas y los tipos monetarios de la zona euro pudieran verse arrastrados al alza.

El rebrote del riesgo geopolítico aumenta la demanda de deuda pública estadounidense. Los vaivenes del apetito por el riesgo de los agentes se han visto acentuados debido a los acontecimientos en Oriente Próximo y en Ucrania. Las rentabilidades de los *treasuries* han flexionado a la baja, aunque siempre dentro de un rango estrecho. Hasta el momento, la influencia de estos factores ha sido modesta, y contrarrestada por la buena marcha de los indicadores económicos. Paradójicamente, la placidez reinante en el mercado de bonos norteamericanos aconseja redoblar la cautela. Las sólidas señales procedentes del frente macroeconómico y del mercado laboral estadounidenses apuntan a un previsible endurecimiento del discurso de la Fed. En tal caso, los todavía reducidos niveles de volatilidad en el mercado de deuda pública pueden dar paso a un entorno más inestable y errático.

Los débiles indicadores de coyuntura en la eurozona y el conflicto de Ucrania aplanan la curva soberana alemana. Las turbulencias geopolíticas entre Rusia y Ucrania, y los previsible efectos de las sanciones comerciales desde Moscú a la UE han contribuido al descenso de las *yields* germanas. En concreto, la rentabilidad del bono a dos años se ha situado en terreno negativo y la del bono a diez años, por debajo del 1%. La confirmación del bache de la economía alemana entre abril y junio (-0,2% trimestral) ha sido un marco propicio para reforzar esta pauta en los bonos alemanes.

Eurozona: expectativas de inflación

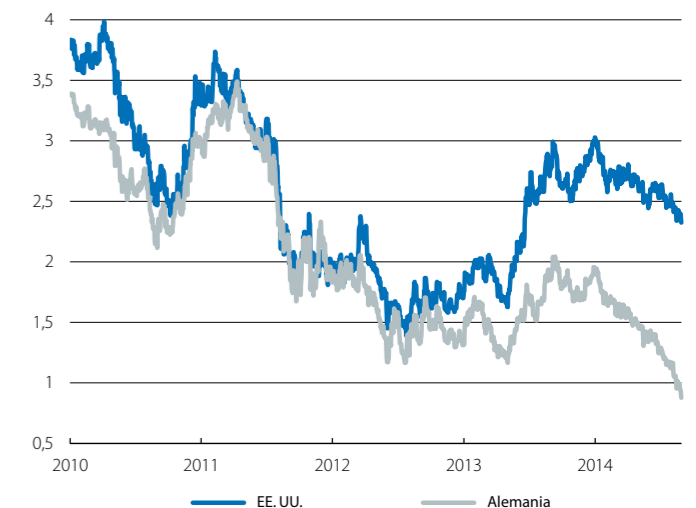
Swaps de inflación (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

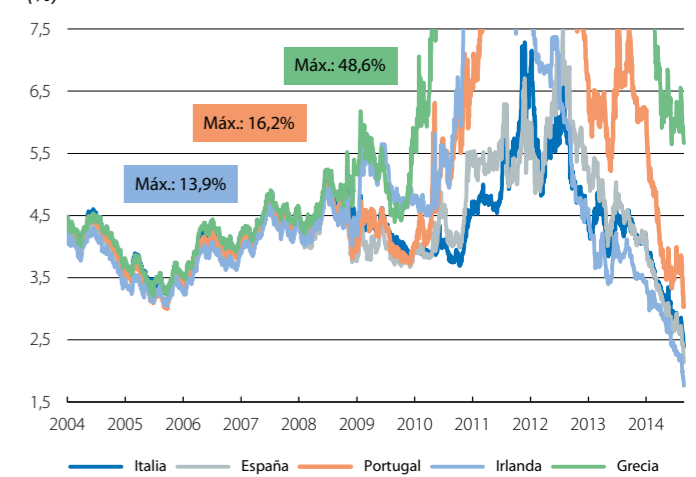
(%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años

(%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

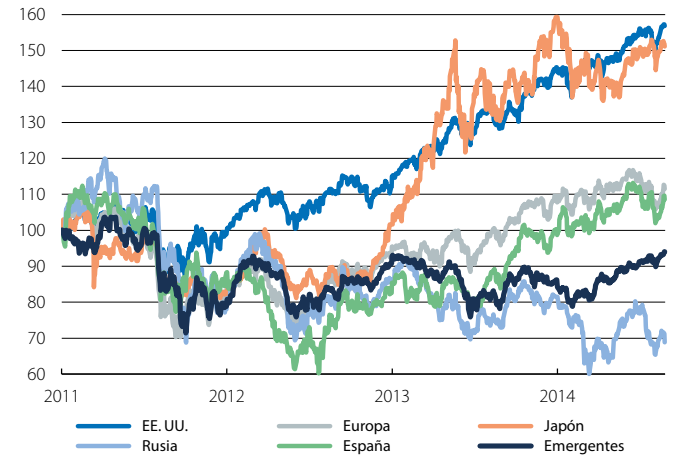
La deuda soberana periférica también muestra una evolución favorable. El estallido de la crisis del banco portugués Espírito Santo (BES), luego atajada por el Gobierno luso en colaboración con las autoridades europeas, y la recaída en recesión de Italia provocaron un episodio acotado y pasajero de nerviosismo entre los inversores de bonos periféricos. De hecho, en España la *yield* del bono a diez años no tardó mucho en reanudar la senda descendente y a finales de agosto marcó un nuevo mínimo histórico (2,15%). Detrás de esta dinámica positiva de la deuda soberana periférica sobresale un factor por encima del resto: las crecientes expectativas que barajan los mercados acerca de un posible anuncio de nuevas medidas expansivas por parte del BCE en septiembre. A este respecto, conviene no olvidar los riesgos a los que se enfrentan las economías de la UEM. Por un lado, la pérdida de pulso en Alemania, Francia e Italia puede acabar repercutiendo en el desempeño de otros países de la Unión. Por otro, la cercanía de las pruebas de estrés a la banca europea puede deparar un clima menos benigno para la deuda soberana periférica.

Vaivenes en las bolsas. Los mercados de acciones han experimentado fluctuaciones relativamente pronunciadas durante julio y agosto, pero lejos de las tensiones propias de los periodos de crisis. Las disparidades entre países se han puesto de manifiesto en sus bolsas, de modo que la sucesión de tensiones geopolíticas y el cariz de los datos económicos de cada uno han marcado diferencias entre ellas. Los índices norteamericanos, como el S&P 500, alcanzaban nuevos máximos históricos al hilo de la mejora económica y la recuperación de los beneficios empresariales. En Europa, la renta variable acusaba la crisis del BES, las represalias de Rusia y el bache del crecimiento de la región. Rompiendo con la tendencia alcista iniciada en primavera, los índices europeos perdieron terreno entre julio y mediados de agosto. La modesta campaña de resultados de las compañías europeas no sirvió para sostener el optimismo de los inversores. Sin embargo, en la segunda mitad de agosto los índices europeos, como también el Ibex, se recuperaron de la mano de sus homólogos norteamericanos y de los mensajes de Draghi. Por su parte, la cotización de los activos de riesgo del bloque emergente mostró avances sólidos. Las bolsas de algunos de estos países, como la India, Indonesia o Turquía, con revalorizaciones cercanas al 20%, se están beneficiando del incremento de la llegada de flujos de capitales. La cruz la encarna el mercado bursátil ruso, víctima del deterioro del entorno macrofinanciero del país.

El euro pierde vigor. Desde que el BCE anunciara en junio el paquete de medidas no convencionales, el cruce entre el euro y el dólar se ha inclinado a favor de la divisa norteamericana. La creciente disparidad en la senda de la política monetaria a uno y otro lado del Atlántico ha alimentado la cesión gradual pero persistente del euro, llegando a cambiarse a 1,311 dólares, valor mínimo en 12 meses. Los buenos datos de actividad en EE. UU., en contraste con los flojos registros de las principales economías europeas ha favorecido la apreciación del dólar. La tendencia de fondo continuará siendo de debilitamiento del euro. En el plano de las materias primas destaca el notable descenso de la cotización del petróleo Brent a causa del aumento de la capacidad productora y los débiles datos de coyuntura en Europa.

Evolución de las principales bolsas internacionales

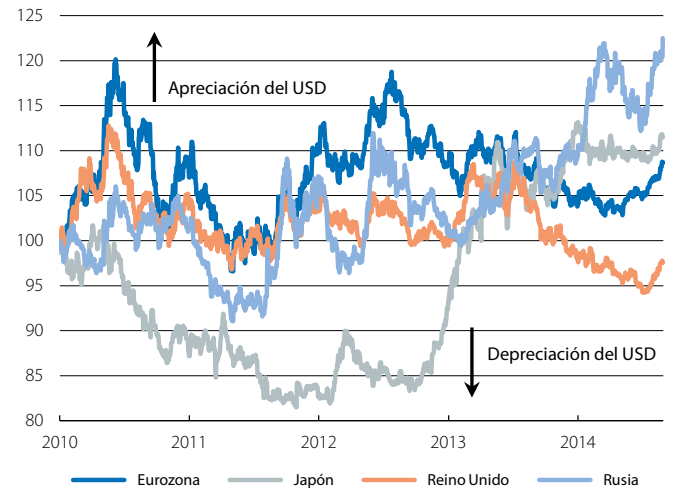
(Enero 2011 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Cotización del USD frente a diferentes divisas

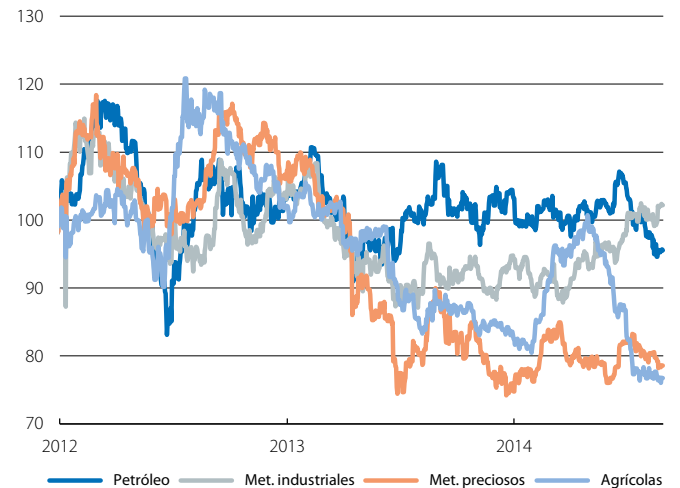
(Enero 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.